

Cosa fa nascere e prosperare le imprese?

Considerazioni tra economia e diritto

di

Gianna Claudia Giannelli

Luglio 2006

(Preliminare, non citare)

JEL: G32, J24, L25, L31

Keywords: firm performance, human capital and entrepreneurship, financing policy of firms, company law and theory of the firm

Dip.to di Scienze Economiche
Università di Firenze
Polo delle Scienze Sociali
Via delle Pandette 9
50127 Firenze
Tel +39 055 4374571
Segreteria +39 055 4374550
Fax +39 055 4374905
E-mail giannelli@unifi.it

1 Introduzione

La crescita e lo sviluppo di un'economia sono indiscutibilmente legati al buon funzionamento delle sue imprese. Gli ingredienti essenziali di una qualsiasi struttura produttiva, sia essa a prevalenza di grandi o di piccole e medie imprese, sono una dotazione di capacità imprenditoriale in grado di rinnovarsi ed innovare e un mercato dei capitali efficiente, che svolga la sua funzione di veicolo di risorse finanziarie senza creare barriere in un ambiente economico-finanziario trasparente.

La realizzazione di tali condizioni ideali trova uno dei suoi presupposti in una regolamentazione giuridica delle imprese che faciliti, prevenendo eventuali distorsioni del mercato, l'applicazione dei principi economici che guidano le scelte imprenditoriali, in un contesto economico in continua trasformazione.

La questione da porsi è quali siano, dunque, i presupposti che permettono alle imprese di nascere e prosperare. L'analisi economica ha una tradizione consolidata di studi che individuano nei fattori finanziari, nei vincoli di liquidità rappresentati da un insufficiente rapporto tra dotazione iniziale di risorse finanziarie (ricchezza del futuro imprenditore) e dotazione necessaria per iniziare l'attività produttiva, i principali responsabili della nascita e sopravvivenza delle imprese. Secondo questa letteratura, le imprese e gli imprenditori tenderebbero a concentrarsi in maggior numero dove i costi di start up, principalmente di tipo finanziario, sono minori, giustificando così gli interventi pubblici a sostegno della fondazione e gestione di nuove imprese.

Più recentemente, con l'affermarsi dell'importanza strategica del capitale umano rispetto al capitale fisico, ci si è chiesti se non sia più efficiente preoccuparsi in primo luogo di tutelare gli agglomerati dove il "talento" imprenditoriale possa crescere e diffondersi, piuttosto che rischiare di elargire sovvenzioni anche a coloro che di capacità imprenditoriale sono relativamente meno dotati.

Per compiere scelte di politica industriale, è opportuno stabilire se, nel contesto economico in cui operano le imprese, siano in misura maggiore i vincoli finanziari o la disponibilità di capacità imprenditoriale a condizionarne lo sviluppo.

Tale verifica, tuttavia, non è semplice da realizzare. Mentre la posizione finanziaria di un'impresa è rilevabile con relativa facilità, poiché il capitale umano è intangibile, il problema della sua valutazione si presenta piuttosto complesso. Recentemente, molti studi hanno

sperimentato varie misure di questo fattore per quantificarne, mediante tecniche econometriche, il peso sulla performance delle imprese. Con il termine “capitale umano” si vuole indicare, sinteticamente, un aggregato complesso, composto di qualità geneticamente date (alla cui formazione ha contribuito anche il background familiare), di capacità acquisite con l’istruzione e l’esperienza lavorativa che possono essere usate ovunque (componente generale) e di capacità acquisite specializzate che possono essere impiegate solamente nell’attività corrente (componente specifica). La capacità imprenditoriale, inoltre, ha connotati diversi dalle competenze acquisite nel lavoro dipendente. L’analisi economica si propone di valutare il peso relativo di tale fattore strategico rispetto alla posizione finanziaria dell’impresa, e, inoltre, di valutare quanto quest’ultima sia endogena, ossia dipenda a sua volta dal capitale umano dell’imprenditore.

Il diritto dell’impresa, di pari passo con l’analisi economica, si evolve mostrando consapevolezza di questi fenomeni e formulando regole che si adattano alle specificità della struttura produttiva. Nel caso dell’economia italiana, di cui le PMI costituiscono un asse portante, tale consapevolezza emerge chiaramente dalla recente riforma societaria, volta soprattutto a incentivare il passaggio dalla società di persone alle società di capitali. La principale novità riguarda proprio il riconoscimento del valore del capitale umano come parte del valore complessivo del capitale dell’impresa. Ciò si traduce nel dare all’imprenditore l’opportunità di conferire al capitale d’impresa anche la propria competenza professionale. Il problema della valutazione economica del capitale umano, che a prima vista poteva sembrare di interesse esclusivamente scientifico, non è, dunque, solo degli analisti, ma si dimostra soprattutto di natura contabile, perché la norma giuridica possa trovare effettiva applicazione. Quanto al secondo ingrediente essenziale, le norme giuridiche hanno il compito di regolare l’aspetto finanziario, con l’obiettivo di adeguare gli strumenti di finanziamento ad un mercato dei capitali che si evolve verso una sempre maggiore concorrenza e trasparenza. Le scelte del modo di finanziamento delle imprese riflettono il grado di evoluzione del mercato dei capitali: le imprese, normalmente, ricorrono in primo luogo all’autofinanziamento, poi al debito “sicuro”, magari presso banche con cui hanno rapporti consolidati, quindi al debito “rischioso” con l’emissione di obbligazioni da collocare presso i privati e, solo in ultima istanza, vendono diritti di proprietà. Un segnale di evoluzione del mercato dei capitali proviene anche da riforme giuridiche che lo dotino di norme che rendano conveniente il ricorso al finanziamento esterno sottoforma di debito obbligazionario e emissione di azioni.

L'articolo si propone di valutare il ruolo del capitale umano nell'impresa relativamente all'aspetto finanziario, sulla base dei risultati che emergono dalla letteratura economica. Dopo un cenno al problema dell'inalienabilità del capitale umano e del suo controllo, se ne discute la formazione e misurazione nelle imprese. Segue la trattazione degli aspetti finanziari e della loro stretta interrelazione con il capitale umano. Alcune brevi riflessioni sulla crescita e sulle tipologie di riforme che la facilitino concludono l'articolo. Si propongono anche alcune riflessioni a cavallo tra l'economia e il diritto dell'impresa.

2 Proprietà del capitale fisico e controllo del capitale umano

Secondo la teoria economica dei contratti, è fondamentale per lo sviluppo delle imprese che la proprietà dei fattori strategici sia correttamente allocata. Come si traduce in termini economici in termine “proprietà” e cosa si intende per fattori strategici?

Grossman e Hart (1986) affermano che la proprietà corrisponde “all’acquisto dei diritti residui di controllo” (p.692), cioè di tutti quei diritti che non sono specificati nel contratto tra le parti che si accingono ad effettuare uno scambio¹. Dalla proprietà derivano benefici che, secondo Coase (1937), renderebbero l’integrazione verticale delle imprese più conveniente del ricorso al mercato, riducendo i costi di transazione. Dalla proprietà tuttavia, ancora secondo Grossman e Hart, derivano anche costi connessi ad una sua inefficiente allocazione, costi che sarebbero ridotti se, al contrario di quanto asserito da Coase, si ricorresse al mercato esternalizzando alcune fasi della produzione. Hart e Moore (1990), seguendo Grossman e Hart, elaborano il significato di diritto di residuo di controllo, asserendo che “l’unico diritto posseduto dal proprietario di un’attività è la sua possibilità di escludere gli altri dall’uso di tale attività” (p.1121). La conseguenza è che, poiché i lavoratori devono poter accedere al capitale fisico per essere produttivi, al proprietario conviene assumerli per poterne meglio controllare le azioni, piuttosto che affidarsi ad un’altra impresa i cui lavoratori, dipendenti di un altro proprietario, gli forniscano lo stesso servizio. In questo modo, “il controllo sul

¹ Come esempio chiarificatore, considerano il caso di un contratto tra un editore e una tipografia per la stampa di un preciso numero di copie di un libro. Se le vendite vanno bene e si ritiene profittevole una ristampa, nel caso che il contratto non la preveda, sarà l’editore, proprietario del *copyright*, l’unico che potrà decidere in proposito.

capitale fisico può portare indirettamente, al controllo sul capitale umano” (Hart e Moore 1990, p.1121).

Proprio a questo punto il problema si complica, poiché bisogna riconoscere che, a loro volta, i dipendenti, in quanto proprietari del loro capitale umano, hanno diritto di escludere dal suo utilizzo il proprietario del capitale fisico. La letteratura che si è sviluppata successivamente ai lavori citati, ha preso in considerazione il problema dei rapporti tra il proprietario, il “principale”, e il dipendente con funzioni direttive che ha il potere di decidere sull’allocazione del suo capitale umano, l’“agente”, i cui obiettivi sono talvolta in conflitto con quelli del proprietario, se il sistema di incentivi non è correttamente definito.

Cosa avviene, allora, se progressivamente il peso strategico del fattore fisico si riduce relativamente al fattore intangibile rappresentato dal capitale umano, che è anche più scarso rispetto ad altri fattori? Il capitale umano diventa parte fondamentale del patrimonio su cui si fonda l’impresa. La sua natura intangibile pone imprenditori, lavoratori dipendenti, banche, intermediari finanziari, assicurazioni di fronte alla necessità della sua misurazione e valutazione economica.

Circa i problemi creati dall’inalienabilità del capitale umano si consideri il caso, studiato ancora da Hart e Moore (1994), di un imprenditore che voglia realizzare un investimento, considerato certamente proficuo, ricorrendo al finanziamento bancario. In un mondo ideale la banca glielo concederebbe in cambio della garanzia di realizzare un guadagno pari a una quota del flusso di profitti futuri. Tale contratto sarebbe attuabile se l’imprenditore potesse essere rimpiazzato senza costi nel caso abbandonasse il progetto; oppure se non potesse minacciare in qualsiasi momento di abbandonarlo. Per l’imprenditore che ha competenze specializzate, tuttavia, sono possibili ambedue gli eventi, con la conseguenza che alcuni progetti che frutterebbero un profitto con certezza, non saranno finanziati arrecando una perdita per l’intera collettività.

Anche l’imprenditore, poiché la sua conoscenza è specifica al progetto, non potrà abbandonarlo rivolgendosi ad altri finanziatori senza sostenere dei costi. C’è, dunque, una somiglianza con il noto problema di economia del lavoro di chi debba sostenere il costo della formazione specifica, se l’impresa o il lavoratore da formare (Becker, 1964). La soluzione, che dimostra che i due soggetti hanno incentivo a non separarsi e a dividere tali spese, suggerisce che se fosse possibile conferire al patrimonio dell’impresa il valore del capitale

umano, a garanzia dei prestatori, un numero maggiore di progetti d'investimento potrebbe essere realizzato.

In sostanza, uno dei fattori di maggior importanza per lo sviluppo delle imprese in mercati sempre più aperti e liberalizzati è di natura umana, un “*asset*” che entra a far parte del loro patrimonio. Diventano strategiche, per il conseguimento di un risultato efficiente per l'intera società, la valutazione e distribuzione della “proprietà” del capitale umano.

3 Come si forma il capitale umano degli imprenditori e come si misura?

Il capitale umano, inteso come fondo risultante dagli investimenti in acquisizione di conoscenze e competenze che aumentano la produttività e, di conseguenza, la capacità di guadagno individuale, è un fattore cruciale per la formazione e lo sviluppo di nuove imprese. Il capitale umano degli imprenditori è costituito da varie componenti: l'istruzione, il “background familiare”, l'esperienza lavorativa generale e specifica (Becker, 1964). Si distingue da quello dei lavoratori dipendenti per una componente specifica identificabile come “capacità imprenditoriale” che vede, tra le sue determinanti, anche gli “spillovers” di conoscenze che derivano dalla concentrazione di imprese nell'ambiente in cui opera l'imprenditore.

3.1 Istruzione, “background familiare” o capitale sociale, esperienza lavorativa

Il livello e il tipo di istruzione hanno, fra le altre, due funzioni importanti per l'imprenditore: aumentare la sua capacità produttiva e segnalarne le caratteristiche. L'istruzione è dunque un requisito essenziale per intraprendere l'attività produttiva e acquisire credenziali presso i potenziali finanziatori.

Se esista una correlazione positiva tra livello di istruzione e probabilità di fondare un'impresa non è un fatto generalmente accertato. La ricerca empirica ha fornito evidenza contrastante, con risultati assai variabili da paese a paese. Ciò che sembra valere in generale, è che gli imprenditori, dovendo assolvere a molte funzioni diverse, hanno un tipo di istruzione polivalente.

Questa evidenza è ben teorizzata da Lazear (2003) con un modello in cui confronta le scelte di istruzione di futuri *top managers* con quelle di futuri imprenditori e lo sottopone a verifica empirica usando un campione di laureati a Stanford. I risultati mostrano che ha più probabilità di fondare un'impresa chi ha un curriculum di studi più “generalista”. L'originalità del

modello di Lazear sta nel mostrare che, anche se in realtà si osserva frequentemente che anche gli imprenditori compiono scelte di istruzione specialistica, tali scelte potrebbero essere dettate da obiettivi assai diversi rispetto a quelli dei *top managers*. Colui che ambisce a diventare *top manager* ha l'obiettivo di acquisire il massimo grado possibile di monopolio della competenza in un settore specifico, per sfruttarne la rendita in termini di guadagni futuri. Colui che ambisce a diventare imprenditore, invece, ha necessità di raggiungere un livello minimo di competenza in molti campi, da quello del suo settore di produzione, a quello finanziario, a quello del *marketing*. Dati i livelli minimi di conoscenza necessaria a svolgere le varie funzioni, il futuro imprenditore tenderà a investire in istruzione anche in un campo solo (se negli altri ha già raggiunto il livello minimo di competenza), ma per raggiungere il livello minimo necessario a svolgere la funzione in cui è più debole.

Questa visione contrasta con la convinzione generale che gli imprenditori debbano essere tecnici o specialisti capaci di innovazione tecnologica. Tali competenze, che sono necessarie nei settori maggiormente innovativi, sono complementari ad altre competenze più generali delle quali l'imprenditore deve possedere almeno il livello minimo di conoscenza.

Un livello di capitale umano altamente specializzato dell'imprenditore, al limite, non è nemmeno indispensabile nei settori innovativi: è sufficiente che fra i soci di un'impresa, o nel consiglio di amministrazione di una società per azioni siano presenti figure che soddisfano tali requisiti. Audretsch e Lehman (2005), per esempio, mostrano che, specialmente nei settori industriali ad alto contenuto scientifico e tecnologico (nello studio citato si tratta di imprese tedesche dei settori biomedico, biotecnologico, delle nanotecnologie, informatico e telematico) i membri del consiglio di amministrazione svolgono un ruolo distinto dalla tradizionale funzione di controllo dei direttori e dei *managers*. In tali settori è sufficiente che alcuni membri del consiglio di amministrazione, o alcuni *managers*, abbiano titoli di studio avanzati (post-laurea) nel settore scientifico-tecnologico.

Circa il *background* familiare, che i figli di imprenditori abbiano molta più probabilità di altri di diventarlo essi stessi è una regola empirica generale che vale nel tempo e nello spazio, provata in molteplici studi empirici (valga per tutti Blanchflower e Oswald 1998). I figli di imprenditori "imparano" a fare impresa dai genitori, oltre ad essere facilitati dal punto di vista delle risorse finanziarie necessarie all'attività. Questo capitale è generalmente distinto da quello umano in quanto derivante dal "capitale sociale", componente instillata nell'individuo

dalla famiglia, dai parenti, dagli amici, in definitiva dall'ambiente sociale che lo circonda. In questo contesto, per "capitale sociale" si intende una struttura protetta, una rete di relazioni che dà ai propri membri accesso a risorse che sarebbero negate agli *outsiders* (Bourdieu, 1983, Coleman 1988). Secondo Bourdieu (1983, p.249) il capitale sociale è "l'aggregato di risorse potenziali o effettive che sono legate al possesso di una rete durevole di relazioni più o meno istituzionalizzate di mutua conoscenza e riconoscimento...una 'credenziale' che dà diritto al credito, nelle sue varie accezioni, ai membri della rete". Il capitale sociale posseduto da un individuo è il risultato di una serie di strategie di investimento, della sua famiglia e poi proprie, che hanno lo scopo di nutrire e riprodurre la rete di relazioni al fine del raggiungimento di obiettivi specifici. In un contesto economico il capitale sociale è cruciale anche per la formazione di capacità imprenditoriale e la nascita di nuove imprese poiché, all'interno della rete, facilita la circolazione delle informazioni, della conoscenza, delle innovazioni, e la combinazione di capacità imprenditoriali fra loro complementari. La ricerca sul distretto industriale ha fornito vari esempi di questi processi (per es. Saxenian, 1994).

L'esperienza lavorativa accumulata dall'imprenditore può essere di due tipi: o esclusivamente imprenditoriale, nel caso che l'imprenditore sia entrato con quel ruolo nel mercato del lavoro e continui a mantenerlo, o mista a periodi di lavoro dipendente. In questo secondo caso, anche la dinamica e l'ordine temporale dell'accumulazione rispettivamente di esperienza di lavoro indipendente e dipendente hanno implicazioni diverse per il futuro dell'impresa.

Si considerino tre casi: 1) l'imprenditore fonda un'impresa come prima esperienza lavorativa o avendo alle spalle solo altre esperienze imprenditoriali; 2) l'imprenditore ha avuto la sua prima esperienza lavorativa come dipendente e in seguito ha fondato l'impresa (o più imprese); 3) l'imprenditore ha iniziato come tale, poi in seguito a risultati negativi è passato al lavoro dipendente, per tornare successivamente all'attività imprenditoriale.

I primi due casi in cui lo *stock* di esperienza lavorativa precedente alla fondazione di un'impresa è omogeneo (solo imprenditoriale o solo dipendente) sono stati ampiamente trattati dalla letteratura economica e si ricollegano al problema della scelta se diventare imprenditori o meno (trattato nella seconda parte del saggio). Il primo è il caso in cui l'imprenditore abbia scelto in primo luogo tale attività perché più remunerativa del lavoro dipendente, anche grazie alla presenza di capitale sociale imprenditoriale. Il secondo è il caso in cui l'imprenditore abbia scelto in primo luogo il lavoro dipendente per mancanza di

condizioni (finanziarie, per esempio) favorevoli che gli permettessero di trarne un rendimento maggiore della retribuzione; per passare solo successivamente all'attività imprenditoriale quando si fossero realizzate tali condizioni.

Il terzo caso ha attirato più recentemente l'attenzione degli economisti. Secondo la teoria di Jovanovic (1982), il neo-imprenditore è incerto circa le sue effettive capacità imprenditoriali, fenomeno indicato con il termine *noisy selection*, ad indicare il processo, suscettibile di errori o "disturbi", di auto-selezione nell'attività imprenditoriale. Con la fondazione dell'impresa, però, inizia il periodo di *learning*, della scoperta, cioè, della propria dotazione di capacità imprenditoriale. Se la nuova impresa avrà buoni risultati, l'imprenditore capirà di essere ben dotato per tale attività e persisterà come tale. Se, invece, i risultati saranno negativi, l'imprenditore capirà di non essere dotato, sceglierà il lavoro dipendente e l'impresa cesserà. In questo modo, l'errore iniziale verrà in seguito corretto con un'allocatione più efficiente del capitale umano. Se questa teoria avesse riscontro empirico, non si osserverebbero mai situazioni in cui lavoratori dipendenti ex-imprenditori decidessero, ad un certo punto, di ritornare all'attività imprenditoriale. Tale eventualità, corrispondente al terzo caso di esperienza lavorativa, è invece riscontrabile con una certa frequenza. Partendo dal modello di Jovanovic, Audretsch et al. (2005) aggiungono che con la prima esperienza imprenditoriale, conclusasi con l'abbandono del ruolo di imprenditore e il passaggio al lavoro dipendente, l'ex-imprenditore ha comunque avuto modo non solo di conoscere la sua effettiva capacità (come ipotizza Jovanovic), ma anche di accumulare nuove conoscenze che potrebbero colmare la scarsità della dotazione iniziale inducendolo a rientrare, in un secondo momento, dopo l'esperienza nel lavoro dipendente, nel ruolo di imprenditore fondando una nuova impresa. Gli autori conducono un'analisi empirica su un campione di ex-imprenditori ai quali è stato chiesto se avessero fondato una nuova impresa o avessero intenzione farlo. I risultati mostrano che coloro che sono propensi a farlo hanno caratteristiche significativamente diverse da coloro che hanno deciso di rimanere dipendenti. In particolare, emerge che coloro che hanno accumulato più esperienza imprenditoriale fondando più imprese hanno maggior probabilità di ritornare a fondarne una nuova. Tale evidenza confermerebbe la tesi secondo la quale la propensione a ritornare imprenditori è correlata in modo significativo alla capacità di assorbire conoscenze e imparare dalle esperienze precedenti.

3.2 Si può “imparare” a diventare imprenditori? “Knowledge spill-over” e “absorptive capacity”

Descrivendo la dotazione di capitale umano individuale è emersa l'importanza, per la sua determinazione, dell'ambiente in cui l'imprenditore opera. Se l'ambiente circostante è “denso” di imprese e di investimenti in conoscenza, si produrranno delle esternalità positive per i potenziali imprenditori e coloro che lo sono già. Naturalmente, il grado di sfruttamento degli *spill-over* di conoscenza dipenderà dalla capacità di assorbirli degli imprenditori stessi (la “absorptive capacity” introdotta da Cohen e Levinthal, 1992), dalla capacità di imparare dall'ambiente circostante, in altre parole, dalla struttura del loro capitale umano iniziale. La formazione di capacità imprenditoriale è spiegata come un processo endogeno, perché dipende dallo *stock* di conoscenze diffuso nell'ambiente che a sua volta dipende dalla capacità imprenditoriale stessa.

I modelli economici partono dalla spiegazione della relazione positiva tra profitto e capacità imprenditoriale, per poi spiegare il processo di accumulazione di quest'ultima. Nel modello di Lucas (1978) della distribuzione della dimensione delle imprese, per esempio, il talento imprenditoriale si distribuisce in maniera casuale ed è la principale determinante del livello dei profitti per l'effetto positivo dell'abilità imprenditoriale sulla produttività totale dei fattori³. Lucas non spiega, però, il processo di formazione di capacità imprenditoriale. Guiso e Schivardi (2005) prendono spunto dal modello di Lucas e propongono un modello di accumulazione di capacità imprenditoriale che si basa sull'ipotesi di una maggior facilità di “assorbire” conoscenze in un ambiente in cui il numero delle imprese è relativamente maggiore. Tale ipotesi è sottoposta a test in modo indiretto, verificando il segno della correlazione tra densità territoriale delle imprese e produttività totale dei fattori. Se la verifica empirica rivelasse una correlazione positiva, ciò potrebbe significare che dove ci sono più imprese, gli *spill-over* di conoscenze sono maggiori e pure la capacità di assorbirli attraverso un processo di “learning” più dinamico. Mentre la correlazione positiva emerge con solidità

² Cohen e Levinthal la definiscono come: “...l'abilità di un'impresa di riconoscere il valore di una informazione nuova proveniente dall'esterno, assimilarla e applicarla a fini commerciali” (1990, nel sommario)

³ Lucas sviluppa il modello per spiegare la “naturale” crescita nel tempo della dimensione delle imprese. I “manager-imprenditori” con maggior talento realizzano profitti maggiori, la ricchezza nazionale aumenta e insieme ad essa i salari reali rendendo più vantaggioso per molti lavoratori relativamente meno dotati di capacità imprenditoriale il lavoro dipendente. Di conseguenza, il suo modello predice che in un'economia che si sviluppa si osserverà un tendenziale aumento della dimensione delle imprese, insieme alla diminuzione del numero delle imprese che si adeguerà al numero degli imprenditori con maggior talento.

dai risultati ottenuti su dati italiani, il secondo passo è di più difficile dimostrazione. Gli autori, tuttavia, propongono una serie di tests che permettono di misurare l'effetto del numero delle imprese sulla capacità imprenditoriale (sempre misurata in termini di produttività totale dei fattori) controllando le altre possibili fonti di esternalità positive.

4 L'aspetto finanziario: vincoli di liquidità e sviluppo delle imprese

Si è ritenuto per molto tempo che uno dei principali freni allo sviluppo delle imprese fosse la mancanza di capitale. Gli economisti hanno analizzato approfonditamente questo problema, per capirne le cause e studiarne i possibili rimedi. Già Schumpeter e Knight nel ventesimo secolo nutrivano convinzioni opposte in proposito. Mentre Knight (1921) riconosceva che nei mercati dei capitali la domanda era razionata a causa dell'insorgere di problemi di *moral hazard* e *adverse selection*, Schumpeter (1939) vedeva gli imprenditori come i soggetti economici che sono in grado di sfruttare in maniera efficiente le opportunità offerte da un mercato dei capitali che in genere è in grado di mettere a disposizione il capitale necessario e sostenere i rischi dell'attività imprenditoriale.

Data la rilevanza del tema per lo sviluppo delle economie capitalistiche, gli studi economici si sono concentrati sui problemi del finanziamento delle imprese, sviluppando modelli complessi che tengono conto dei ruoli delle banche e degli intermediari finanziari.

4.1 Scelta di diventare imprenditore e vincoli di liquidità

La domanda che gli economisti si sono posti, in primo luogo, è se esistano davvero i vincoli di liquidità per la creazione di un'impresa. I contributi fondamentali in questo campo riguardano, lo studio della correlazione tra ricchezza familiare e capacità imprenditoriale, poiché si osserva che solo chi possiede più ricchezza ha maggiori probabilità di fondare un'impresa.

In teoria, una spiegazione potrebbe essere che chi è più ricco ha migliori capacità imprenditoriali. Evans e Jovanovic (1989) indagano questa evidenza empirica per capirne le cause. In realtà, i dati dei due autori rigettano tale ipotesi, a parità di altre caratteristiche degli individui. La ragione della correlazione positiva, tra ricchezza e risultati di impresa, risiede secondo loro nell'esistenza di vincoli all'accesso al credito derivante dall'imperfezione del mercato dei capitali.

In sostanza il loro ragionamento è il seguente. Ogni individuo razionale, posto di fronte alla scelta se intraprendere un'attività imprenditoriale o impiegarsi in un'occupazione dipendente, sceglierà l'attività che gli garantirà il maggior rendimento. Se le sue capacità innate e il suo capitale umano acquisito, a parità di altre variabili, determinano un flusso di profitti d'impresa futuri maggiore in valore attuale del flusso di guadagni futuri derivanti dall'occupazione dipendente sceglierà di diventare imprenditore. In caso contrario, sceglierà il lavoro subordinato. La scelta di fondare un'impresa dipenderà anche dalla disponibilità di un capitale iniziale che dovrà essere di una certa entità a seconda del tipo di attività da intraprendere. Se gli individui potranno disporre del capitale iniziale senza alcun vincolo nel mercato del credito, nel caso non abbiano una sufficiente dotazione di ricchezza familiare chiederanno un prestito e allocheranno la propria capacità lavorativa in modo efficiente o come imprenditori o come salariati.

Ciò implica che, se le condizioni che hanno determinato la scelta non cambiano, non si dovrebbero osservare transizioni dal lavoro dipendente a quello indipendente. Invece, queste transizioni si osservano con una certa frequenza. L'interpretazione di questa evidenza è, allora, che chi sperimenta vincoli di liquidità potrà compiere la scelta ottima solamente qualora il vincolo sul credito accessibile si dovesse allentare, eventualmente lasciando il lavoro dipendente per creare un'impresa.

Questa teoria è avvalorata dalla correlazione positiva tra disponibilità di liquidità degli individui e probabilità di diventare imprenditori⁴.

Blanchflower e Oswald (1998) criticano questa conclusione, obiettando che tale correlazione è suscettibile di altre interpretazioni. Una è che gli individui più dotati di capacità imprenditoriali rinunciano al consumo presente per accumulare ricchezza familiare per fondare un'impresa. L'altra è che la correlazione positiva tra ricchezza familiare e probabilità di diventare imprenditori nasce dal fatto che i figli tendono ad ereditare le imprese di famiglia. Anche questa obiezione, tuttavia, è coerente con la spiegazione di Evans e Jovanovic, perché dimostra che se non ci fossero vincoli al credito non si diventerebbe imprenditori solamente

⁴ In altre parole, il lavoratore dipendente marginale (potenzialmente indifferente tra le due opzioni) se improvvisamente potesse accedere a prestiti superiori, deciderebbe di diventare imprenditore, poiché i profitti attesi diventerebbero maggiori del salario atteso. Proprio per la presenza di una correlazione positiva tra probabilità di transizione all'attività imprenditoriale e disponibilità liquide, l'ipotesi di esistenza di vincoli al credito non può essere rigettata. Al contrario, gli stessi dati rigettano l'ipotesi di correlazione positiva tra

perché si è ereditata l'impresa di famiglia e quindi non si osserverebbe la correlazione positiva tra ricchezza della famiglia e nascita delle imprese. Questa è anche l'evidenza che emerge dagli studi di Holtz-Eakin, Joulafaian e Rosen (1994a e 1994b), che mostrano che l'entità dell'eredità⁵ ha un effetto sostanziale sulla probabilità di diventare imprenditore e sull'ammontare del capitale iniziale (1994a). Dopo la fondazione, inoltre, se l'eredità è stata cospicua l'impresa ha più probabilità di sopravvivere e, se sopravvive, i suoi risultati sono migliori (1994b).

Questi risultati, tuttavia, potrebbero essere la conseguenza di una correlazione spuria. E' quanto mostrato da Cressy (1996, 1999) in uno studio condotto su un campione di *start ups* inglesi. Lo studio mostra che, tenendo conto del capitale umano dell'imprenditore tramite una nutrita serie di variabili che ne rappresenti i caratteri descritti nei paragrafi precedenti⁶, la correlazione tra probabilità di diventare imprenditore e liquidità diventa non significativa. Per verificare ulteriormente la presenza di vincoli di liquidità, l'autore stima la probabilità di avere o meno usato un prestito bancario in funzione di variabili legate al capitale umano e alla ricchezza. Anche in questo caso emerge che il prestito bancario risulta indipendente dalla ricchezza, qualora si tenga conto del capitale umano dell'imprenditore che lo richiede. In altre parole, le banche tendono a finanziare in modo piuttosto elastico le imprese, ma le imprese che richiedono il prestito sono, in genere, già auto-selezionate sulla base del capitale umano del proprietario (quelle meno dotate di capitale umano sono relativamente meno orientate a usare questo strumento).

Queste riflessioni hanno implicazioni cruciali per le scelte di politiche economiche di sostegno alla creazione di imprese. Se è vero che i vincoli di liquidità non incidono in maniera decisiva, politiche di sussidio pubblico basate su finanziamenti a fondo perduto alle imprese che dichiarano di non poter ricorrere al sistema bancario si rivelerebbero inadeguate, favorendo la nascita di imprese che, per mancanza di capacità imprenditoriale, sarebbero destinate a scomparire rapidamente. Le politiche pubbliche dovrebbero invece incentivare la

capacità imprenditoriale e ricchezza, quando si tenga conto di tutte le altre variabili che possono influenzare entrambe.

⁵ Questi autori, a differenza di Blanchflower e Oswald, si limitano ad inserire nelle specificazioni econometriche il valore del patrimonio ereditato, senza specificare se si tratti di imprese o altro, poiché i dati non glielo consentono.

⁶ L'autore dispone di una banca unica sotto questo aspetto. Infatti l'indagine fornisce il livello di istruzione e le votazioni conseguite, le precedenti esperienze lavorative in qualità di dipendenti o di imprenditori, il relativo settore di occupazione, la posizione professionale, il tipo di contratto a tempo pieno o *part-time*.

formazione e lo sviluppo di capacità imprenditoriale con sussidi elargiti sulla base di criteri che comprovino la qualità del progetto imprenditoriale, con maggior attenzione alla loro prevedibile persistenza.

In questo caso, le riforme del diritto societario dovrebbero privilegiare l'aspetto della trasparenza delle capacità imprenditoriali dei proprietari delle imprese attraverso l'introduzione di norme che consentano di valutarne la qualità. Strumenti di questo tipo contribuirebbero, indirettamente, ad aumentare la trasparenza anche nel mercato dei capitali.

4.2 Il sistema finanziario e le banche

Lo sviluppo del sistema finanziario è legato alla crescita del sistema produttivo anche se la relazione di causalità è difficile da stabilire, visto che mercati finanziari più evoluti potrebbero essere la conseguenza di sistemi economici più dinamici e viceversa. Ciò che la letteratura macroeconomica mostra con certezza, infatti, è solamente che c'è una relazione positiva tra la creazione di imprese, il loro numero sul territorio e il grado di sviluppo del sistema finanziario, specialmente a livello locale. Lo studio di Rajan e Zingales (1998), per esempio, mostra, sulla base di evidenza empirica relativa a un grande numero di paesi, che lo sviluppo dei mercati finanziari, riducendo i costi del ricorso al debito bancario da parte delle imprese, facilita la crescita economica. Anche se gli autori sostengono di aver dimostrato che non si tratta di una correlazione spuria e che la causalità va nella direzione mercati finanziari-crescita economica, i dati macroeconomici che usano e il grande numero di paesi messi a confronto non consentono di sottoporre a verifiche più approfondite tale relazione di causalità.

Usando dati microeconomici italiani, Guiso, Sapienza e Zingales (2004) si propongono di indagare più a fondo la relazione di causalità. A tal fine, costruiscono un indicatore dello sviluppo finanziario locale⁷ e mostrano che un maggiore sviluppo aumenta la probabilità di *start-up*, aumenta la concorrenza e promuove la crescita. Anche all'interno di un mercato fortemente integrato dal punto di vista giuridico e della regolamentazione bancaria, come quello italiano, il grado di sviluppo finanziario locale si dimostra significativamente variabile da zona a zona, con una distribuzione che rispecchia il divario fra Nord e Sud. I loro risultati mostrano che la probabilità di fondare un'impresa aumenta di circa sei punti percentuali dalla

⁷ Per locale si intende il livello provinciale.

zona con il più basso indice di sviluppo finanziario alla zona con il più alto, dove gli imprenditori sono, in media, cinque anni più giovani.

Per superare il problema dell'endogeneità, cioè che tale correlazione sia dovuta al fatto che la domanda di fondi generi la propria offerta, lo studio propone l'uso di una variabile esogena che spieghi il grado di sviluppo finanziario negli anni '90 in Italia senza esser influenzata dal grado di sviluppo economico. Si tratta della struttura finanziaria determinatasi dopo l'introduzione della legge bancaria del 1936, che gli autori dimostrano non essere correlata al grado di sviluppo locale⁸ per una serie di ragioni esogene a meccanismi puramente economici, fondamentalmente legate all'elevato accentramento statale della regolamentazione economica durante il regime fascista⁹. Questi risultati mostrano, ancora una volta, come le regole giuridiche abbiano conseguenze economiche anche nel lunghissimo periodo.

Le imprese, si pongono il problema delle scelte di finanziamento e della struttura dell'indebitamento. Nel caso italiano, le imprese seguono un ordine gerarchico nelle scelte di finanziamento (il cosiddetto "pecking order model"¹⁰). In primo luogo, per finanziare nuovi investimenti fanno affidamento sulla ricchezza accumulata nel tempo, in secondo luogo ricorrono alle banche, in terzo luogo a prestiti obbligazionari a privati e, solo da ultimo, all'emissione di azioni. Se questo non è il modello seguito prevalentemente dalle grandi imprese¹¹, lo è prevalentemente dalle PMI.

Queste considerazioni conducono naturalmente ad estendere l'analisi alle determinanti delle scelte di finanziamento tra prestiti bancari e debito collocato direttamente presso i privati sia dal lato delle imprese sia dal lato delle banche. Il famoso modello di Diamond (1991) tiene conto dei costi di sorveglianza (*monitoring*) sostenuti dalle banche erogatrici e della "reputazione" delle imprese. Se le imprese sono ordinate in termini di *rating*, quelle più alte in graduatoria avranno maggior probabilità di ricevere prestiti bancari senza essere sorvegliate, poiché se si comportassero scorrettamente, il diffondersi della notizia della loro insolvenza

⁸ Si veda il paragrafo IIIA

⁹ La misura dello sviluppo finanziario è ricavata usando le informazioni contenute nell'indagine sui bilanci delle famiglie italiane circa l'accettazione o meno di una richiesta di mutuo. La struttura finanziaria del 1936 è invece approssimata dal numero di filiali presenti in una regione nel 1936, la proprietà nazionale o locale della banca, il numero e il tipo di banche (di risparmio e cooperative).

¹⁰ Myers (1984).

¹¹ Si vedano in proposito Fama e French, 2005. Il loro modello mostra che le società per azioni non seguono il "pecking order", ma calcolano il "trade-off" tra costi e benefici di un dollaro addizionale di debito. Tra i benefici va inclusa, per esempio, la deduzione fiscale degli interessi e fra i costi il rischio di fallimento e i potenziali conflitti tra azionisti e possessori di obbligazioni della società.

danneggerebbe la reputazione acquisita nel tempo generando grosse perdite. Per gli stessi motivi tali imprese ricorrono anche ai prestiti obbligazionari. In questo caso le banche non hanno necessità di sorvegliarle per prevenire comportamenti scorretti. Le imprese nel *middle rating* ricorreranno più frequentemente al prestito bancario che al quello obbligazionario e saranno monitorate. Le meno affidabili, *low rated*, non avranno niente da perdere se si riveleranno insolventi e quindi il monitoraggio è utile solo al momento di escludere dal prestito le peggiori, ma non conviene sostenerne il costo per disincentivare i cattivi comportamenti di coloro che il prestito l'hanno già ricevuto. Tali imprese non ricorreranno mai al prestito obbligazionario.

4.3 Le piccole e medie imprese e il “*relationship lending*”

Nel sistema finanziario hanno un peso rilevante per le decisioni di finanziamento delle PMI i rapporti diretti intercorrenti tra banche e clienti, fenomeno di recente interesse indicato con i termini di “*relationship lending*”¹². Rapporti continuativi fra debitore (l'impresa) e creditore (la banca) permettono di accumulare una serie di informazioni sulla *performance* dell'impresa che per la banca servono a definire caso per caso l'entità del finanziamento, l'interesse da applicare, le garanzie da richiedere e altre condizioni del prestito.

La prima domanda che si sono posti gli studi su questo tema è se queste relazioni aumentino la disponibilità e l'entità del credito erogato, allentando così il vincolo finanziario. L'area di interesse prevalente è il credito alle piccole imprese, al quale il *relationship lending* è rivolto per la maggior parte. Il credito alle piccole imprese, come mostrato da Diamond, implica elevati costi di monitoraggio che possono essere ridotti solamente dalla vicinanza geografica e la conoscenza reciproca derivante da rapporti frequenti. Gli studi mostrano che, per motivi analoghi, sono soprattutto banche piccole ad essere interessate da questo tipo di rapporti (Berger e Udell, 1995 e 2002). L'evidenza mostra che le relazioni aumentano la disponibilità di credito in alcuni casi e riducono i tassi sui prestiti in altri. Comunque, i risultati non sono interpretabili in maniera univoca e, anche se sembra assodato che il “*relationship lending*” faciliti il credito alle piccole imprese, non è chiaro se ciò contribuisca positivamente alla crescita economica.

¹² Per una rassegna si veda Elyasiani e Goldberg (2004)

Il *relationship lending* non è tipico di sistemi finanziari di piccole economie o dove prevalgono le SME o dove i mercati sono meno trasparenti. Uno studio di Scott (2004) mostra come il fenomeno sia diffuso anche nell'economia statunitense, nelle relazioni tra SME e le cosiddette *community banks* e propone un indicatore dell'informazione prodotta in questi rapporti. Fra le caratteristiche rilevanti per l'analisi, la conoscenza della banca circa le caratteristiche dell'impresa, la dimensione della banca, il grado di concorrenza. Interessante il risultato che mostra che l'entità del credito che si forma attraverso il *relationship lending* dipende molto più dal *turnover* del responsabile del credito all'interno della banca che dalla lunghezza del rapporto instaurato fra banca e impresa, mettendo in evidenza che questa è la figura chiave sulla quale si basa l'intero meccanismo. Una domanda alla quale resta da rispondere è se le imprese siano disponibili a sostenere i costi necessari per produrre la *soft information*, quell'informazione di base che comunque sarà sempre più necessaria alla banca in un sistema finanziario evoluto e che implica il calcolo di indicatori che comunque permettano di inserire l'impresa in una graduatoria (*rating*).

5 Crescita delle imprese e riforme

Il ruolo delle riforme che riguardano l'attività imprenditoriale è centrale nel processo di crescita economica in presenza di fallimenti del mercato. Poiché l'impresa si fonda sul capitale umano e le risorse finanziarie, ogni riforma ha l'obiettivo di aumentare l'efficienza del mercato dei beni, del lavoro e dei capitali con misure che facilitino la trasparenza e la circolazione delle informazioni e l'incontro della domanda e offerta nei vari settori.

Com'è noto un processo di crescita si fonda anche sulla "distruzione creativa", che permette alle nuove idee di propagarsi facendo espandere settori nuovi e non tradizionali di un'economia. La politica economica, nell'assolvere il compito di regolare e favorire questo processo, si trova di solito davanti all'alternativa di operare riforme drastiche delle istituzioni o di aggiustare e migliorare le istituzioni già esistenti. Quale sia l'alternativa da scegliere, dipende dal contesto economico di partenza.

Uno studio di Iyigun e Rodrik (2004) sviluppa un modello in cui si mostra in quale contesto sia vantaggioso scegliere l'una o l'altra opzione. In un'economia in cui i settori nuovi ristagnano, il costo delle "nuove" scoperte, cioè l'introduzione di nuove produzioni, è un'informazione che è sconosciuta in partenza, e diverrà nota solo all'imprenditore che deciderà di entrare nel settore non tradizionale sostenendo questo costo a fondo perduto. In

questo caso si rende vantaggioso un intervento regolatore che favorisca l'ingresso di imprese che si inseriscano in settori emergenti (*institutional reforms*) accelerando i necessari cambiamenti strutturali che altrimenti sarebbero troppo lenti. Questo vale quando i costi di ingresso sono di tipo intermedio. Dove invece i costi di inserimento in settori emergenti siano già contenuti o troppo alti, si consiglia un intervento di aggiustamento delle regole esistenti (*policy tinkering*), poiché nel primo caso sono sufficienti a generare nuova imprenditorialità mentre nel secondo una riforma istituzionale non sarebbe sufficiente. Come esempio di riforma istituzionale considerano il cambiamento di norme che consentano il passaggio da una struttura economica fondata sulla sostituzione delle importazioni a una che sia invece trainata dalle esportazioni, che implica un aumento dei costi per le imprese *incumbent*, mentre le *new ventures* nel settore delle esportazioni sarebbero facilitate. Una riduzione generalizzata delle tasse societarie, invece, è un esempio di *policy tinkering* poiché si inserisce in un contesto di politica economica che rimane sostanzialmente immutato poiché aumenta i profitti sia delle imprese che operano nei settori tradizionali, sia di quelle che entrano nei settori nuovi.

Gli autori mostrano che l'implicazione empirica di quest'ipotesi, che una riforma istituzionale sia seguita dall'espansione dei settori emergenti prima stagnanti e invece non lo sia se i settori non tradizionali erano già vitali, è sostenuta dall'evidenza empirica per molti paesi.

Si è discusso questo approccio perché offre uno spunto per la riflessione sulla situazione italiana. La recente riforma del diritto delle imprese ha seguito l'approccio del *policy tinkering* introducendo una serie di cambiamenti, soprattutto relativi all'aspetto finanziario, in un contesto istituzionale che è rimasto sostanzialmente immutato, rispetto alle scelte di politica economica. Il problema del ristagno dell'attuale sistema economico italiano, che ancora non decolla verso settori nuovi che ne consentirebbero una crescita tangibile nel breve periodo, non sembra possa essere superato senza riforme che rispecchino scelte di politica economica coraggiose.

Bibliografia

Audretsch D.B, Lehman E. E., (2005), “Entrepreneurial access and absorption of knowledge spillovers: strategic board and managerial composition for competitive advantage”, CEPR DP N. 5335, novembre

Audretsch D.B, Meijard J., Stam E., (2005), “Renascent men or entrepreneurship as a one-night stand: entrepreneurial intentions subsequent to firm exit”, CEPR DP 5342

Audretsch D.B, Weigand D., (2005), “Do knowledge conditions make a difference? Investment, finance and ownership in German industries” *Research Policy* 34, 595–613

Barth, E., Gulbrandsen T., Schøne P., (2005), “Family ownership and productivity: the role of owner-management”, *Journal of Corporate Finance* 11, 107–127

Becker G. S., (1964), *Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, With Special Reference to Education*. Chicago; University of Chicago Press.

Berger, A. N., e Udell, G. F. (1995), “Relationship lending and lines of credit in small firm finance”, *Journal of Business*, 68, 351–382.

Berger, A.N. e Udell, G. F. (2002), “Small business credit availability and relationship lending: The importance of bank organisational structure”, *The Economic Journal*, 112, F32–F53.

Blanchflower D.G., Oswald A. J. (1998), “What makes an entrepreneur?”, *Journal of Labor Economics*, Vol. 16 N.1 26-60.

Bourdieu P. (1983), “The forms of capital”, in : *Handbook of theory and research for the sociology of education*, pp. 241-258, Westport, Greenwood press

Coase R. H. (1937), *The nature of the firm*

Cohen W. M., Levinthal D. A. (1990), “Absorptive capacity: A new perspective on learning and innovation” In: *Administrative Science Quarterly*, Volume 24, pg. 128-152.

Coleman J., (1988), “Social capital in the creation of human capital”, *American Journal of Sociology*, 94, supplemento, S95-S120

Colombo M. G., Grilli L., (2005), “Start-up size: The role of external financing”, *Economics Letters* 88, 243–250

Cressy R. (1996), “Are business startups debt-rationed?”, *The Economic Journal*, Vol. 106, n.438 pp.1235-1270

- Cressy R. (1999), "The Evans and Jovanovic equivalence theorem and credit rationing: another look", *Small business economics*, 12, pp.295-97
- Davidsson, P. , B. Honig, 2003, 'The Role of Social and Human Capital among Nascent Entrepreneurs', *Journal of Business Venturing* 18, 301-331.
- Diamond W. D. (1991), "Monitoring and reputation: the choice between bank loans and directly placed debt", *Journal of political economy*, Vol. 99, N.4, pp. 689-721.
- Elyasiani E, Goldberg L. G. (2004), "Relationship lending: a survey of the literature", *Journal of Economics and Business* 56 (2004) 315–330
- Evans e Jovanovic (1989), "An estimated model of entrepreneurial choice under liquidity constraints", *Journal of Political Economy*, Vol. 97, N. 4, pp.808-27.
- Fama E. F . French R. (2005), "Financing decisions: who issues stock?", *Journal of Financial Economics* 76, pp. 549–582
- Grossman S. J., Hart O. (1986), "The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration", *The Journal of Political Economy*, vol. 94, n.4 pp.691-719
- Guiso L., Schivardi F., (2005), "Learning to be an entrepreneur", CEPR DP n.5290
- Guiso L., Sapienza P., Zingales L. (2004), "Does local financial development matter?", *The Quarterly Journal of Economics*, pp. 929-969
- Hart O., Moore J. (1990), "Property rights and the nature of the firm", *The Journal of Political Economy*, Vol. 98, n. 6 pp 1119-1158
- Hart O., Moore J. (1994), "A theory of debt based on the inalienability of human capital", *The Quarterly Journal of Economics*, pp.841-879.
- Holtz-Eakin D., Joulafaian D., Rosen H. (1994a), "Entrepreneurial decisions and liquidity constraints", *The Rand Journal of Economics*, Vol. 25, N. 2, pp.334-347
- Holtz-Eakin D., Joulafaian D., Rosen H. (1994b) "Sticking it out: Entrepreneurial survival and liquidity constraint s", *The Journal of Political Economy*, Vol.102, N.1, pp.53-75
- Iyigun e Rodrik (2004), "On the efficacy of reforms: policy tinkering, institutional change and entrepreneurship", CEPR DP 4399
- Jovanovic, B., (1982), "Selection and the Evolution of Industry", *Econometrica* 50, 649-670.
- Knight F. (1921), *Risk, uncertainty and profits*, New York, Houghton Mifflin.
- Lazear E. P., (2005), "Balanced skills and entrepreneurship", *American Economic Review* 94, 208-211.

Lucas Jr, R. E., (1978), "On the size distribution of business firms", *Bell Journal of Economics*, 2, 508-523

Myers, S. C. (1984), "The capital structure puzzle", *Journal of Finance*, 39, pp. 575-592

Rajan R. G., Zingales L. (1998), "Financial dependence and growth", *American Economic Review*, Vol. 88, n.3 , pp. 559-586

Saxenian A., (1994), *Regional advantage: culture and competition in Silicon Valley and Route 128*. Cambridge, Ma, Harvard University press.

Schumpeter, J.A., (1939), *A theoretical, historical and statistical analysis of the capitalist process*, New York, McGraw-Hill.

Scott J.A. (2004), "Small business and the value of community financial institutions", *Journal of financial services research*, pp. 207-230